

学校编码: 10384

分类号\_\_\_\_\_密级\_\_\_\_\_

学号: 15620061151002

UDC \_\_\_\_\_

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

整体上市对公司治理影响的研究

A Study on the Impact of Overall Listing on Corporate  
Governance

王 宇

指导教师姓名: 李 子 白 教授

专 业 名 称: 金 融 学

论文提交日期: 2009 年 4 月

论文答辩日期: 2009 年 5 月

学位授予日期: 2009 年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2009 年 4 月

## 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为( )课题(组)的研究成果,获得( )课题(组)经费或实验室的资助,在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

## 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（        ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，  
于        年        月        日解密，解密后适用上述授权。

（        ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年        月        日

## 摘 要

整体上市是解决控股股东与上市公司利益不一致问题、完善上市公司治理结构的一项重要制度建设。现有文献大多是从某个集团公司整体上市后公司业绩提升的预期和股票投资价值的角度进行个案分析,而就整体上市对公司治理的影响方面,研究成果很少,且缺乏数据证明。本文研究旨在探讨整体上市对于中国企业是否存在公司治理效应。

本文的理论基础是围绕公司治理、股权结构、关联交易以及它们之间彼此联系而建立的公司治理相关理论,结合中国证券市场的制度缺陷引出了整体上市这一命题。主体部分包括对现有整体上市模式及其实施情况的统计分析、对总体上整体上市是否具有公司治理效应的实证研究以及不同模式的整体上市对公司治理影响的比较。

理论分析和实证研究的结果表明,整体上市确实能在一定程度上改善上市公司的治理结构,并且,不同模式的整体上市在股权结构、关联交易、管理层整合以及引入战略投资者等方面对公司治理的影响各异。向大股东定向增发会使“一股独大”问题更加凸显;法人整体上市改善公司治理的效果好于主业整体上市。因此,整体上市应该与解决“一股独大”问题结合考虑,对拟通过股权再融资实现整体上市的公司实行行业区别的政策;实行鼓励更多的采用向战略投资者和机构投资者定向增发,以所募集资金收购集团公司资产实现整体上市的政策。要积极支持法人整体上市,对控股股东分次注入资产实现整体上市过程中的利益输送行为加强监管。

**关键词:** 整体上市; 定向增发; 公司治理

## ABSTRACT

As an important institutional construction, overall listing has great influence on solving the problem of inconsistent benefits between controlling shareholders and listed companies and improving corporate governance of listed companies. Most of the existing literature focus on the expectation of performance enhancement and investment value of individual cases which have completed overall listing. Results of research on the impact of overall Listing on corporate governance are very few and lack of data evidence. The aim of this paper is to investigate whether overall listing can improve the corporate governance of Chinese enterprises.

The theoretical basis of this paper is the related theories of corporate governance, shareholding structure and related party transactions. In the light of deficiencies in Chinese securities market system, this paper presents the proposition of overall listing, which mainly includes the statistical analysis of existing overall listing models, the empirical study on whether overall listing can improve corporate governance, as well as the comparison of different models' impacts on corporate governance.

Theoretical analysis and empirical research show that overall listing is able to improve the governance structure of listed companies to some extent and different models of overall listing have different impacts on corporate governance in aspects of shareholding structure, related party transactions, management integration, as well as the introduction of strategic investors. Directional add-issuance to controlling shareholders will highlight the problem of 'one share dominates exclusively'. The effect of corporate overall listing on improving corporate governance is better than that of assets overall listing. Therefore, overall listing should be considered with the problem of 'one share dominates exclusively' and proposed add-issuance should be given differential policies according to different industries. Encourage the model of add-issuance to strategic and institutional investors. Support corporate overall listing and strengthen the supervision of benefits transportation during the process of assets injection by controlling shareholders.

**Key words:** Overall Listing; Directional Add-Issuance; Corporate Governance.

# 目 录

绪 论.....	1
一、研究背景和选题意义.....	1
二、整体上市研究的文献综述.....	2
三、本文的研究方法及讨论框架.....	3
第一章 公司治理研究的理论基础.....	5
第一节 公司治理概述.....	5
一、公司治理的相关理论.....	5
二、公司治理的定义.....	6
第二节 股权结构与公司治理的关系.....	7
一、股权集中度与公司治理.....	7
二、股东类型与公司治理.....	9
第三节 股权结构对关联交易的影响.....	10
第四节 中国证券市场的三大制度性缺陷.....	11
第二章 整体上市的模式选择.....	13
第一节 现阶段整体上市的主要模式.....	13
一、反向收购母公司模式.....	13
二、换股吸收合并模式.....	14
三、其他模式.....	14
四、法人整体上市与主业整体上市.....	15
第二节 各种整体上市模式的实施情况.....	15
一、基本情况统计.....	15
二、影响整体上市模式选择的因素.....	16
第三章 整体上市对公司治理影响的实证研究.....	18
第一节 实证研究方案设计.....	18
一、研究方法及假设的提出.....	18
二、样本的选取及数据来源.....	18
第二节 公司治理的度量.....	19
一、公司治理变量的选择.....	19

二、各变量的基本统计特征.....	20
<b>第三节 运用 SPSS 软件进行因子分析.....</b>	<b>22</b>
一、因子分析法的基本原理.....	22
二、数据的预处理.....	22
三、标准变量的相关系数.....	23
四、相关系数矩阵的特征值、方差贡献率和累积贡献率.....	23
五、旋转后的因子载荷矩阵.....	24
六、公共因子得分模型及综合评价得分模型.....	25
<b>第四节 实证研究的结果分析与主要结论.....</b>	<b>26</b>
一、实证研究结果的初步分析.....	26
二、实证研究的假设检验.....	27
三、实证研究的主要结论.....	28
<b>第四章 不同模式的整体上市对公司治理影响的比较 .....</b>	<b>29</b>
<b>第一节 对股权结构影响的比较.....</b>	<b>29</b>
一、定向增发与公开增发反向收购母公司模式对股权结构影响之比较	30
二、自有资金收购母公司与增发模式对股权结构影响之比较.....	30
三、换股 IPO 模式与反向收购母公司模式对股权结构影响之比较....	31
<b>第二节 对关联交易影响的比较.....</b>	<b>31</b>
一、对关联交易的共同影响.....	32
二、对关联交易的不同影响.....	33
<b>第三节 对管理层整合影响的比较.....</b>	<b>36</b>
<b>第四节 对引入战略投资者影响的比较.....</b>	<b>37</b>
<b>第五章 研究结论及政策建议 .....</b>	<b>39</b>
<b>第一节 主要研究结论.....</b>	<b>39</b>
<b>第二节 相关政策建议.....</b>	<b>40</b>
一、对选择股权再融资模式的企业实行行业区别政策.....	40
二、鼓励企业在整体上市过程中引入战略投资者.....	41
三、积极支持有条件的企业集团实现法人整体上市.....	41
四、防止控股股东在分次注入资产过程中谋取利益.....	42

结束语.....	43
参考文献.....	44
附 录.....	47
后 记.....	51

厦门大学博士论文摘要库



## Contents

<b>Introduction.....</b>	<b>1</b>
Part 1 Background and Significance of Research.....	1
Part 2 Literature Review of Overall Listing Research.....	2
Part 3 Methods and Structure of Research.....	3
<b>Chapter I : Theoretical Basis of Corporate Governance Study.....</b>	<b>5</b>
<b>Section I : Overview of Corporate Governance.....</b>	<b>5</b>
Part 1 Related Theories of Corporate Governance.....	5
Part 2 Definition of Corporate Governance .....	6
<b>Section II : Relationship between Shareholding Structure and Corporate Governance.....</b>	<b>7</b>
Part 1 Concentration of Shareholding and Corporate Governance.....	7
Part 2 Types of Shareholders and Corporate Governance .....	9
<b>SectionIII: Impact of Shareholding Structure on Related Transactions .....</b>	<b>10</b>
<b>SectionIV: Three Major Deficiencies in Chinese Securities Market System ..</b>	<b>11</b>
<b>Chapter II : Choices of Overall Listing Models .....</b>	<b>13</b>
<b>Section I : Main Models of Overall Listing at this Stage .....</b>	<b>13</b>
Part 1 Reverse Acquisition of Parent Company .....	13
Part 2 Consolidation by Merger through Splitoff .....	14
Part 3 Other Models .....	14
Part 4 Corporate Overall Listing and Assets Overall Listing .....	15
<b>Section II : Implementation of Overall Listing Models.....</b>	<b>15</b>
Part 1 Statistics of Basic Information.....	15
Part 2 Factors that Affect Overall Listing Models Selection.....	16
<b>ChapterIII: Empirical Research on the Impact of Overall Listing on Corporate Governance .....</b>	<b>18</b>
<b>Section I : Design of the Empirical Research .....</b>	<b>18</b>
Part 1 Research Methods and Hypothesis.....	18
Part 2 Sample Selection and Data Sources .....	18
<b>Section II : Measure of Corporate Governance .....</b>	<b>19</b>
Part 1 Selection of Corporate Governance Variables.....	19
Part 2 Basic Statistical Characteristics of Variables.....	20

<b>SectionIII: Factor Analysis by SPSS .....</b>	<b>22</b>
Part 1 Basic Principles of Factor Analysis .....	22
Part 2 Data Preprocessing .....	22
Part 3 The Correlation Coefficient of Standardized Variables.....	23
Part 4 Eigenvalues, Contribution Rate and Cumulative Contribution Rate of Variance of Correlation Coefficient Matrix .....	23
Part 5 Rotated Factor Matrix.....	24
Part 6 Factor Scoring Models and Comprehensive Evaluation Models .....	25
<b>SectionIV: Results Analysis and Conclusions of Empirical Research .....</b>	<b>26</b>
Part 1 Preliminary Analysis of Empirical Research Results .....	26
Part 2 Hypothesis Testing of Empirical Research.....	27
Part 3 Main Conclusions of Empirical Research .....	28
<b>ChapterIV: Comparison of Different Models' Impacts on Corporate Governance .....</b>	<b>29</b>
<b>Section I : Comparison of Impacts on Shareholding Structure .....</b>	<b>29</b>
Part 1 Comparison of Directional Add-Issuance and Public Add-Issuance's Impacts on Shareholding Structure .....	30
Part 2 Comparison of Cash Acquisition and Add-Issuance's Impacts on Shareholding Structure.....	30
Part 3 Comparison of Splitoff IPO and Reverse Acquisition's Impacts on Shareholding Structure.....	31
<b>Section II : Comparison of Impacts on Related Party Transactions.....</b>	<b>31</b>
Part 1 Same Impact on Related Party Transactions .....	32
Part 2 Different Impacts on Related Party Transactions .....	33
<b>SectionIII: Comparison of Impacts on Management Integration.....</b>	<b>36</b>
<b>SectionIV: Comparison of Impacts on Introduction of Strategic Investors....</b>	<b>37</b>
<b>Chapter V : Research Conclusions and Policy Recommendations .....</b>	<b>39</b>
<b>Section I : Main Conclusions of this Study.....</b>	<b>39</b>
<b>Section II : Relevant Policy Recommendations.....</b>	<b>40</b>
Part 1 Proposed Add-Issuance Should Be Given Differential Policies According to Different Industries .....	40
Part 2 Encourage the Model of Add-Issuance to Strategic Investors.....	41
Part 3 Support Corporate Overall Listing for Eligible Enterprises.....	41
Part 4 Supervise the Benefits Transportation during the Process of Assets	

Injection by Controlling Shareholders .....	42
<b>Conclusion .....</b>	<b>43</b>
<b>References .....</b>	<b>45</b>
<b>Appendix .....</b>	<b>49</b>
<b>Postscript .....</b>	<b>51</b>

厦门大学博士论文摘要库

厦门大学博硕士论文摘要库

## 绪 论

### 一、研究背景和选题意义

我国企业改制上市之初，受客观条件限制，主要采取了分拆上市的做法，即集团公司拿出部分资产剥离上市，不能上市的部分继续留在集团内部。这种做法引发了诸如上市公司非公允关联交易、大股东占款、违规担保等一系列问题。同时，股权分置也加剧了这种公司治理结构的缺陷，中小股东利益屡遭损害。在此环境下，资本市场对上市公司内部治理的促进、管理层约束和激励等功能不能正常发挥，制约了资本市场的进一步发展。

整体上市是控股股东（集团公司）与上市公司之间进行股权结构（控股关系）整合和业务（资产）整合的重要途径，被认为是解决控股股东与上市公司利益不一致问题，完善上市公司治理结构的一项重要制度建设，也是企业充分利用资本市场、提升经营质量的重要方式。在企业内部，股改的完成将各方利益紧密联系起来，使大股东向上市公司注入优良资产有了强劲的动力；从外部环境来看，这也符合国家积极支持企业并购重组，培育和发展具有国际竞争力的大企业集团的政策取向。

全流通背景下的整体上市是我国资本市场深化改革的重要命题，日益严峻的国际贸易形势也要求国内企业加快整合，形成大集团，从而强化在国际市场上的谈判力和竞争力。2005年8月23日，国家五部委联合发布的《关于上市公司股权分置改革的指导意见》中明确提出：“在解决股权分置问题后，支持绩优大型企业通过其控股的上市公司定向发行股份实现整体上市；支持上市公司以股份等多样化支付手段，通过吸收合并、换股收购等方式进行兼并重组，推动上市公司做优做强。”根据2006年国资委确定的调整和重组思路，到2010年央企要通过重组整合减少到80至100家，并培育出30至50家具有国际竞争力的大企业集团。2007年8月，国资委重申要积极推进大型企业改制上市，具备条件的要加快整体改制、整体上市步伐。同时，鼓励、支持不具备整体上市条件的中央企业，把优良主营业务资产逐步注入上市公司，做优做强上市公司。

并购重组是市场永恒的主题，我国股改之后的并购重组更是迈入了规范与发展并举的新阶段。从2008年4月份中国证监会发布的《上市公司重大资产重组

管理办法》，到5月份发布的《上市公司重大资产重组信息披露工作备忘录》，再到7月份发布的《上市公司并购重组财务顾问业务管理办法》，都成为完善我国证券市场基础性制度建设的重大举措。鉴于整体上市是我国目前特有的制度变化，不但与西方的并购重组有很大差异，与我国之前上市公司的并购重组也有着很大不同，本文希望对这一新事物及其效果加以研究，找到一些有意义的结论。

## 二、整体上市研究的文献综述

整体上市是我国目前特有的制度变化，国外没有直接对应的研究文献可以参照，国内学者对这一问题的讨论可追溯到2004年初。

黄湘源（2004）将我国企业整体上市的历程分为三个阶段：早期躁动、汹涌激流和创新实践，并通过实例分析，说明了各个阶段我国整体上市的特点。他认为，整体上市对于消除关联交易的负面影响、改造上市公司资产质量、解决母子控制型上市公司的历史遗留问题、做大做强上市公司都有积极意义，并且为国有股减持和流通提供了新思路，是一种不可阻挡的市场潮流。<sup>[1]</sup>黄清（2004）从分拆上市和整体上市模式的案例分析入手，揭示了分拆上市的弊端，证明了整体上市的可行性。她指出，整体上市后，上市公司与存续企业的矛盾天然不存在，控股股东与中小股东的利益趋于一致。并且，国企整体上市后，股权结构也会变得清晰，企业可利用资本市场这个平台，不断进行内部重组与优化，进而提高核心竞争力。<sup>[2]</sup>钱启东（2004）等人认为整体上市的出现符合企业边界理论，是企业对其边界进行调整，以降低交易费用和实现资产配置效率的最优化的手段。同时，整体上市能解决或缓解上市公司与其大股东之间一系列积弊问题，如有助于大量减少关联交易，有助于避免上市公司因恶意担保而带来的连带责任，有助于上市公司开展大刀阔斧的集团内部产业结构调整以规避和化解经营风险。<sup>[3]</sup>

在指出整体上市积极意义的同时，也有一些学者结合我国当时的市场环境对整体上市的实施提出担忧。韩志国（2004）认为整体上市有利有弊。一方面，整体上市有利于优质企业做大做强，有利于消除关联交易的历史痼疾，为市场的金融创新拓展空间；另一方面，整体上市在中国股市股权分裂的状态下会累积市场的内在矛盾，暂时不具备大规模推广的市场条件与制度条件。<sup>[4]</sup>黄国富（2004）指出整体上市对改善国有企业的公司治理有积极意义，能够消除难以监管的关联交易。但即便实现了整体上市，政府的影响力和控制力可能继续阻碍公司治理状

况的改善。<sup>[5]</sup>

在案例研究方面,国内学者主要以TCL集团和武钢股份整体上市模式为范例进行讨论。邓晓卓(2004)对整体上市的模式进行了比较,认为整体上市具有产业整合功能,有利于消除关联交易、控股股东挪用上市公司资金等市场痼疾,有利于为金融创新拓展空间。<sup>[6]</sup>但该文限于对“武钢模式”和“TCL模式”个案的讨论,而且只着力于对模式本身的分析,缺乏整体上市后对公司产生作用的讨论。朱红军等(2007)发现整体上市没有实现并购的协同效应,而是大股东获取了控制权收益。他们认为,集团公司受内部人控制,且自身盈利能力较弱,整体上市不仅损害了新公众股东的财富,从长期来看,原公众股东的利益也蒙受了损失。<sup>[7]</sup>但这一结果也只是基于个案的研究,缺乏代表性。尹筑嘉等(2008)借助“壳”这一概念,将整体上市分为借壳、造壳、并壳三大类,<sup>[8]</sup>总结了各种模式的优缺点及适用条件,并对模式的策略选择进行分析,但是没有给出具体的数据证明。

总体来看,关于整体上市的现有文献以新闻报道居多,学术界论文多采用个案分析的方式,并且缺乏整体上市对公司治理影响方面的深入讨论。有的文章虽然从总体上讨论了模式的选择或者对公司治理的影响,但缺乏数据证明。整体上市之所以备受关注,很重要的一方面是因为人们普遍认为整体上市可以简化上市公司的股权层次结构,消除同业竞争,减少关联交易,提高公司治理水平,从而提升企业的质量。因此,本文的研究目标是以公司治理理论为基础,以实际的公司数据为证据,分析整体上市对公司治理的影响。

### 三、本文的研究方法及讨论框架

本文在研究方法上,以文献研究法构建关于公司治理、股权结构、关联交易以及它们之间彼此联系的公司治理相关理论;在查阅大量整体上市相关文献和数据的基础上,运用统计分析的方法,归纳现有的整体上市模式及其实施情况;采用因子分析法,对整体上市是否可以改善上市公司治理结构做实证检验;最后,运用规范研究与计量分析相结合的方法,从多个层面比较不同模式的整体上市对公司治理影响的差异。

遵循上述研究思路,本文研究的主要内容与结构安排如下:

绪论阐述了选题的背景、意义,回顾了关于整体上市研究的文献,并提出本文的研究目标,即着眼于整体上市对公司治理的影响。

第一章是全文的理论基础部分，包括对公司治理、股权结构以及关联交易理论的探讨，结合我国实际，指出了中国证券市场的三大制度性缺陷及其相互联系。

第二章描述现有的整体上市模式及分类，对不同整体上市模式的实施情况及影响模式选择的因素进行了统计分析。

第三章是本文的实证研究部分，采用因子分析法对整体上市前后的公司治理情况打分并做出比较，从总体上考察整体上市对公司治理是否有促进作用，并检验这种作用的显著性；从提取的各公共因子角度分析公司治理得分变动的原因，并指出不同整体上市模式下公司治理变动存在差异。

第四章分别从股权结构、关联交易、管理层整合以及引入战略投资者等方面，比较不同类型的整体上市模式对公司治理影响的差异，运用理论分析与实证研究相结合的方法，进一步支持和解释第三章的研究结论。

第五章基于整体上市对公司治理的效用以及不同模式的整体上市对公司治理影响的差异等研究结论，提出相应的鼓励与限制政策建议，并指出如何对整体上市过程中可能出现的问题进行防范。



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库